

· 金融与投资 ·

人民币成为“两岸四地”主导货币的实证研究

——基于经济冲击对称视角的考察

石建勋, 官 沁, 李海英

(同济大学 经济与管理学院, 上海 200092)

摘 要: 随着大陆与港澳台经济合作与交流的不断深化, 区域内经贸联系愈加紧密, 市场融合进一步加快。本文从经济冲击对称性的视角出发, 在对区域内经济周期相关性进行对比分析的基础上, 采用四变量SVAR模型, 考察人民币成为该区域主导货币的可能性。结果表明内地与香港、台湾地区之间需求和货币冲击性并不对称, 但外部和供给冲击呈现一定的对称, 人民币、港币和新台币实际有效汇率对结构冲击也具有相似的响应路径。因此, 在当前“两岸四地”尚不能实现货币统一的情况下, 内地与港澳台之间更应充分开展汇率合作, 加快贸易金融一体化进程, 推动人民币成为该区域主导货币。

关键词: 区域主导货币; 经济冲击对称性; SVAR模型

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1000-176X(2013)01-0040-08

20世纪香港、澳门相继回归, 加上台湾地区, 我国形成了特有的“一国四币”的局面。2008年全球金融危机爆发后, 人民币国际化进程加快, 人民币在我国港澳台地区越来越受欢迎。近年“两岸四地”贸易、投资、金融与货币合作的领域不断拓宽, 内地与香港、澳门系列CEPA协议的正式实施、大陆与台湾ECFA协议的签署与实施有效促进了“两岸四地”经济金融一体化进程。在此背景下, 本文试图从经济冲击对称性的视角出发, 考察人民币成为“两岸四地”区域主导货币的可能性、实现路径及相应的对策建议。

一、文献综述

(一) 构建人民币货币区的重要性和战略意义研究

向松祚认为, 推进人民币国际化战略的过程中, 最核心的步骤是构建大中华货币区^[1]。中国大陆与港澳台地区以及东盟的贸易经济整合程度已经与欧元区不相上下、甚至超过北美自由贸易区, 经济规模跻身世界第三大经济体、语言相同、庞大的外汇储备、拥有多个金融中心, 以及人民币在世界范围内赢得的信任度, 都为人民币在区域内国际化提供了条件^[1]。朱孟楠认为“两岸四地”货币统一可以节约巨额的外汇储备, 降低因换汇所产生的额外交易成本, 消除内部汇率风险, 促进内部贸易与投资 and 减小内外部经济环境恶化所造成的冲击^[2]。曾庆宾和刘明勋指出实行统一的货币“中元”可以促进“两岸四地”货币和财政政策的协调一致, 加快“两岸四地”金融市场的整合统一, 从而增强区域整体实力, 应对国际竞争^[3]。王自力表示, 在世界经济全球化、区域化日趋加速的今天,

* 收稿日期: 2012-10-20

基金项目: 国家社会科学基金规划项目“国际货币体系改革及人民币的国际地位与作用研究”(10BGJ019)

作者简介: 石建勋(1963-), 男, 陕西潼关人, 教授, 经济学博士, 博士生导师, 主要从事国际经济学和金融学等方面的研究。E-mail: sjx12188@163.com

如何借鉴欧洲各国建立经济与货币联盟的历史经验,建立海峡两岸和港澳地区的金融合作制度,既是促进“两岸四地”经贸关系进一步持续发展的需要,也是中华民族的长久福祉^[4]。

(二) 构建人民币货币区的可行性研究

有学者认为“两岸四地”基本已经具备构建货币区的条件并提出相应实现路径。沈国兵依据蒙代尔理论认为港澳两地很好符合了其提出的最优货币区条件,可以先行实行单一货币^[5-6]。朱孟楠认为依据最优货币区理论,“两岸四地”基本具备货币统一的条件和标准,但由于现实存在的一些政治、经济体制等方面的障碍,货币统一还有待时日^[7]。丁剑平采用协整方法,证明了港币与人民币之间存在着长期关系。港币与人民币之间的协整关系反映了两个经济体的日益融合的趋势,香港联系汇率的稳定有赖于内地的支持^[8]。黄晓东构建“两岸四地”最优货币区指数模型,指出影响“两岸四地”汇率波动的主要因素是实际产出增长率差异、双边贸易联系和通货膨胀差异。在这个基础上综合评估“两岸四地”实行货币合作的经济成本,认为在“两岸四地”建立“中元”区是可行的^[9]。沈国兵根据“一个市场,一种货币”的理论,认为可以创建“中元”来统一人民币、港元、澳门元和新台币四种货币^[5]。黄燕君和赵生仙认为只有人民币实现自由兑换成为国际主要通货后,人民币与港澳币方有望实现一体化,但由于港币自身局限性、严格的联系汇率制及经济规模小等,难以承担起作为中国货币区单一货币的重任,因而应该走人民币替代港币的主导货币区域化路径^[10]。陈晞和朱孟楠借鉴国际上成功的区域货币一体化的经验与路径,提出了人民币与港元、澳门元以美元化形式,而人民币与新台币间则采用欧元模式,最终实现中国货币一体化的构想^[11]。李晓和丁一兵从经济一体化层次逐渐深入的角度出发,建议首先应建立包括内地和港澳的自由贸易区,然后建立和完善“两岸四地”统一的内部大市场,实现商品、资金和人员的自由流动,再在粤港澳货币合作的基础上建立货币联盟,推出单一货币^[12]。

另一方面,众多学者利用实证方法以及大量数据得出“两岸四地”尚不构成货币区的结论。Genberg等考察了中国香港、中国大陆和美国间的经济一体化程度与经济周期的同步性,研究表明中国大陆与香港的经济一体化在逐渐加深,但是大陆与香港间经济周期相关性极不显著,即两地的经济周期同步性主要受到美国的影响,但经济结构与发展水平的差异,使得大陆与香港的经济冲击缺乏相似性^[13]。靳超和冷燕华通过1979—2003年的数据,对内地和香港构建的最优货币区进行了实证分析,认为两地供给冲击弱相关,需求冲击呈现的负相关及市场化程度的差异成为两地货币一体化的障碍^[14]。丁雪峰和陈晞利用SVAR模型,从供给和需求冲击力度以及调整速度的角度,同样得出“两岸四地”并不适合构建货币区的结论^[15]。万志宏计算比较1996年和2000年的OCA指数后得出中国香港和中国台湾以及新加坡同内地具有较高的合作成本,“两岸四地”尚不构成货币区的结论^[16]。杨权对两岸三地的利率联系进行了检验,结论指出两岸三地的政策性利率和货币市场利率均存在长期均衡关系;政策性利率相对于区外保持一定的独立性,从长期趋势看,香港与大陆的利率联系比与美国的联系更为紧密,但是台湾地区还没有表现出这样的趋势;货币市场利率对区外经济体仍有较大的依赖性,区内联系相对较弱,尤其大陆与台湾地区之间^[17]。

(三) 人民币成为区域主导货币的研究

杨圣明指出人民币正在走出国界,向地区化阶段迈进。在这个阶段中,人民币将成为地区的主导货币,并有可能首先在亚洲尤其是东亚地区实现国际货币应当承担的主要职能^[18]。谢洪燕和罗宁通过对人民币对内价值、对外价值的稳定性及其稳定的政治基础的角度分析,指出人民币已初步具备成为东亚区域主导货币的条件^[19]。石建勋等分析了人民币汇率与东亚其他货币之间的联动性,结论表明人民币实际上已经成为许多国家和地区的“隐性货币锚”,人民币作为主导货币成为可能^[20]。周念利基于内生性实证检验的结果揭示了“两岸四地”目前尚不满足实现货币一体化的动态约束条件,但是中国大陆与港澳台之间贸易一体化与区域经济趋同之间的关系,支持着中国大陆与港澳台之间开展汇率合作的努力,中国大陆与港澳台之间的贸易一体化进程还可进一步加强^[21]。

二、模型的估计方法、数据及模型设定说明

(一) 模型说明

Bayoumi 和 Eichengreen (1994) 提出的经典两变量 SVAR 模型从原始数据拟合残差中分解识别出供给冲击与需求冲击, 区分了其对非对称性冲击和对称性冲击的反应, 以解决 VAR 模型无法从变量中区分不同种经济冲击的问题。本文利用该模型的估计方法, 从经济对称性视角出发, 研究内地、香港和台湾地区四类潜在经济冲击之间的相关性。如果各经济体之间表现出较高的经济冲击相关性, 那么出现一个经济冲击或扰动以后各经济体将采取相似的宏观经济对策, 这成为我们探讨人民币是否能成为区域主导货币的实证依据。

考虑到港澳台三地都是经济高度开放的地区, 易受外部经济影响, 本文在建立模型时引入外部冲击。同时, 引入货币冲击可用来识别那些不是由政策变化带来的潜在冲击, 也可用来观察和估计各个经济体对汇率变化做出如何反应的有效途径。

对于四变量的 SVAR 模型, 首先考虑一个无穷阶向量移动平均 VMA 模型:

$$X_t = A_0 \varepsilon_t + A_1 \varepsilon_{t-1} + A_2 \varepsilon_{t-2} + \cdots = \sum_{i=0}^{\infty} A_i \varepsilon_{t-i} \quad (1)$$

其矩阵形式可写成: $X_t = A(L) \varepsilon_t$

其中, $X_t = [\Delta T_t, \Delta y_t, \Delta e_t, \Delta p_t]'$, 分别代表各国进出口贸易总额 (T)、国内实际 GDP (y)、实际有效汇率 (e), GDP 平减指数 (ΔP), 指标均为对数的差分形式; A 是一个 4×4 的矩阵, 定义了各内生变量对结构性冲击的脉冲响应。 $\varepsilon_t = [\varepsilon_t^{s*}, \varepsilon_t^s, \varepsilon_t^d, \varepsilon_t^m]$ 由外部冲击 ε_t^{s*} 、供给冲击 ε_t^s 、需求冲击 ε_t^d 和货币冲击 ε_t^m 构成, 假定它们之间序列不相关且标准正交, 其方差—协方差矩阵则为单位矩阵。基于以上假设, 对于方程 (1) 可写成:

$$\begin{aligned} \Delta T_t &= A_{11}(L) \varepsilon_t^{s*} \\ \Delta y_t &= A_{21}(L) \varepsilon_t^{s*} + A_{22}(L) \varepsilon_t^s + A_{23}(L) \varepsilon_t^d + A_{24}(L) \varepsilon_t^m \\ \Delta e_t &= A_{31}(L) \varepsilon_t^{s*} + A_{32}(L) \varepsilon_t^s + A_{33}(L) \varepsilon_t^d + A_{34}(L) \varepsilon_t^m \\ \Delta p_t &= A_{41}(L) \varepsilon_t^{s*} + A_{42}(L) \varepsilon_t^s + A_{43}(L) \varepsilon_t^d + A_{44}(L) \varepsilon_t^m \end{aligned}$$

我们给出以下假设:

假设 1 货币冲击对实际有效汇率没有长期效应, 使得: $A_{34}(1) = 0$ (2)

假设 2 国内需求冲击和货币冲击对国内产生无长期效应, 使得: $A_{23}(1) = A_{24}(1) = 0$ (3)

假设 3 我们研究的经济体均为开放的地区, 其 GDP 只受到外部供给冲击的影响, 因此:

$$A_{12}(1) = A_{13}(1) = A_{14}(1) = 0 \quad (4)$$

其中, $A_{ij}(1) = a_{ij}^0 + a_{ij}^1 + a_{ij}^2 + \cdots$, 上述三个约束意味着 A (1) 是个下三角矩阵。对模型 (2) 进行转换得到简约 VAR 模型: $\Delta X_t = B(L) \Delta X_{t-1} + \mu_t$ (5)

$$\mu_t \text{ 为残差向量, 将该模型移动平均变换成: } \Delta X_t = C(L) \mu_t \quad (6)$$

其中, $C(L) = (1 - B(L)L)^{-1}$, $C_0 = I$, 根据模型 (1) 和 (6) 可得出结构冲击和简约式模型残差 μ_t 的关系: $\mu_t = A_0 \varepsilon_t$, 最后通过计算 A_0^{-1} 和 μ_t 即可得到我们所要研究的结构冲击向量:

$$\varepsilon_t = [\varepsilon_t^{s*}, \varepsilon_t^s, \varepsilon_t^d, \varepsilon_t^m]$$

(二) 数据与模型设定

1. 数据说明

本文选用中国内地、香港、台湾和美国作为研究对象, 澳门地区由于经济总量较小不予单独考虑, 美国作为对比变量, 利用 1981—2011 年数据资料, 考察人民币成为区域主导货币的可行性。以本地区购买力平价计算的 GDP 代表当地的总产出水平, 单位为十亿美元, GDP 平减指数表示价格变动, 数据来源于国际货币组织的国际金融统计; 汇率用 CPI 计算的实际有效汇率表示, 数据来自《BvD 外部金融分析、各国宏观经济指标库》, 进出口数据来自世界贸易组织。为减少数据波动, 所有变量取对数。

2. 单位根及平稳性检验

首先, 建立 SVAR 模型要求各变量均是平稳的, 因此我们首先利用 ADF 方法考察各变量的平稳

性^[22]，结果如表1所示。所有变量的一阶差分形式在5%的显著水平下均是平稳的。其次，求设定模型的最优滞后阶数，并对该模型进行平稳性检验。根据AIC信息准则和SC准则设定所有样本的SVAR模型为1阶滞后，该滞后阶数下所有模型特征根均在单位圆内，模型是平稳的。

表1 平稳性检验结果

地 区	变 量		检验类型	ADF 检验值	临界值 (5%)	平稳性
美国	LnT	原序列	(C, T, 0)	-2.075	-3.574	否
		一阶差分	(C, T, 0)	-4.274*	-3.581	是
	LnGDP	原序列	(C, T, 1)	-2.089	-3.581	否
		一阶差分	(C, T, 2)	-3.813*	-3.595	是
	LnP	原序列	(C, T, 1)	-1.175	-3.581	否
		一阶差分	(C, N, 0)	-2.553*	-1.953	是
	LnE	原序列	(C, T, 1)	-1.699	-3.574	否
		一阶差分	(C, T, 0)	-3.875*	-3.581	是
中国	LnT	原序列	(C, T, 0)	-1.710	-3.574	否
		一阶差分	(C, T, 0)	-5.018*	-3.581	是
	LnGDP	原序列	(C, T, 4)	-2.261	-3.603	否
		一阶差分	(C, T, 1)	-3.564*	-3.229	是
	LnP	原序列	(C, T, 1)	-0.654	-3.581	否
		一阶差分	(C, T, 0)	-10.146*	-3.581	是
	LnE	原序列	(C, T, 0)	-1.534	-3.574	否
		一阶差分	(C, T, 0)	-4.832*	-3.581	是
中国香港	LnT	原序列	(C, T, 0)	-0.865	-3.574	否
		一阶差分	(C, T, 0)	-4.949*	-3.581	是
	LnGDP	原序列	(C, T, 1)	-1.810	-3.574	否
		一阶差分	(C, T, 0)	-4.240*	-3.581	是
	LnP	原序列	(C, T, 1)	-1.337	-3.581	否
		一阶差分	(C, N, 0)	-1.783*	-1.610	是
	LnE	原序列	(C, N, 1)	-0.257	-1.953	否
		一阶差分	(C, T, 0)	-8.926*	-3.581	是
中国台湾	LnT	原序列	(C, T, 0)	-1.075	-3.574	否
		一阶差分	(C, T, 0)	-6.306*	-3.581	是
	LnGDP	原序列	(C, T, 0)	-1.129	-3.574	否
		一阶差分	(C, T, 0)	-5.393*	-3.581	是
	LnP	原序列	(C, T, 0)	0.824	-3.574	否
		一阶差分	(C, T, 0)	-4.466*	-3.581	是
	LnE	原序列	(C, T, 0)	-1.823	-3.574	否
		一阶差分	(C, T, 1)	-5.294*	-3.588	是

注：检验模型类型是指方程的具体形式：是否包括常数项C，趋势项p和最优滞后期T。N为无趋势项，T为有趋势项；T的选择以DW值接近2为标准。*表示在5%的水平下通过检验。

三、实证检验与结果分析

(一) 宏观经济指标相关性分析

首先通过分析内地与港澳台地区实际 GDP 增长率和以 GDP 平减指数衡量的通货膨胀率的相关性,考查“两岸四地”的经济周期相似性。其次以 2003 年为界,笔者对 1981—2002 年和 2003—2011 年子样本的指标进行对比,因为在 2003 年以后,内地与港澳台地区加强了经贸合作的制度安排,结果如表 2 所示。1981—2011 年期间,内地与其他三地的 GDP 相关程度并不高,但是通过对比能发现,导致其相关性不高的原因在于 1981—2003 年期间的相关系数很低,而在 2003 年以后 GDP 增长率相关系数则有了较大的提高,尤其是与台湾和澳门两地,这与“两岸四地”经济往来情况相符。

表 3 显示了“两岸四地”通货膨胀率的相关关系,从 1981—2011 年,内地与其他三地的通货膨胀率相关系数平均为 0.315,但是在近年来相关系数有所降低,与澳门地区呈现出负的相关性,说明“两岸四地”的经济结构及其货币政策还是有所差异,货币政策的效果也有所不同。通过对两个子样本对比发现,随着近年来“两岸四地”间经贸往来频繁,由实际 GDP 增长率和通货膨胀率反映的各地区经济周期更加趋近,建立货币区的成本相对较低。但是这两个指标仅是宏观经济表现的反映,不足以说明根本性的问题,由于 GDP 及通货膨胀率等宏观指标都受到潜在的供求冲击、货币冲击的影响,要进一步分析其深层次因素,需借助 SVAR 模型进行结构性经济冲击分析。

表 2 内地与港澳台地区实际 GDP 增长率相关系数

地 区	1981—2011 年	1981—2002 年	2003—2011 年
中国香港	0.512	0.473	0.681
中国台湾	0.278	0.259	0.492
中国澳门	0.140	0.006	0.586

表 3 内地与港澳台地区通货膨胀率相关系数

地 区	1981—2011 年	1981—2002 年	2003—2011 年
中国香港	0.448	0.438	0.191
中国台湾	0.222	0.190	0.206
中国澳门	0.275	0.265	-0.008

(二) 结构性经济冲击的相关性分析

根据上述 SVAR 模型,运用 Eviews5.0 估计出各经济体结构性冲击的估计值,并得到经济体冲击之间相关关系。如果一种冲击对两个经济体的影响程度相似,这种经济冲击便是对称的,此时系数为正;相反,相关系数为负说明冲击非对称,两个地区将采取不同的政策来减弱冲击,他们加入同一货币区的成本则相应增加。结果如表 4—表 7 所示。

表 4 外部供给冲击相关系数矩阵

1981—2011 年	CH	HK	TW	US
CH	1			
HK	0.643	1		
TW	0.452	0.819	1	
US	0.568	0.259	0.199	1

表 5 国内供给冲击相关系数矩阵

1981—2011 年	CH	HK	TW	US
CH	1			
HK	0.342	1		
TW	0.098	0.755	1	
US	0.531	0.448	0.434	1

表 6 需求冲击相关系数矩阵

1981—2011 年	CH	HK	TW	US
CH	1			
HK	-0.211	1		
TW	0.044	0.192	1	
US	0.411	-0.190	0.041	1

表 7 国内货币冲击相关系数矩阵

1981—2011 年	CH	HK	TW	US
CH	1			
HK	-0.349	1		
TW	0.043	0.411	1	
US	0.613	0.418	0.100	1

1. 外部冲击相关性

苏治和赵然基于最优货币区理论的最新进展,认为贸易因素可以成为判断人民币是否能成为区域主导货币的判断标准^[23]。本文用贸易进出口总额衡量各地区受到的外部冲击的结果表明,内地与香港台湾的外部冲击显示出高度相关,这与该区域内各经济体之间互为重要的贸易伙伴现状一致。近年来内地对港澳台进出口总额高速增长,对香港地区贸易总额从 2000 年的 539.47 亿美元增长到 2011 年的 4 665.9 亿美元,香港在区内贸易额占其对外贸易总额在 2008 年已经达到 52.2%;内地对台贸易额为 1 216.4 亿美元,在 2000 年这一数据仅为 305.3 亿美元。2011 年台湾对中国大陆、香港的出口额分别占台湾出口总额的 26.8% 和 12.6%,可见内地已经成为香港和台湾地区最大的贸易伙伴。美国与中国台湾和中国香港地区之间的外部冲击同样是对称的,相关系数分别为 0.259 和 0.199,但

是相关程度要低于内地。因此我们有理由认为人民币的贸易一体化的加强有利于人民币成为区域内的主导货币。

2. 供给与需求冲击相关性

就供给冲击而言,内地与香港、台湾之间都表现出正相关,但是内地与台湾之间的对称性较低,相关系数为 0.092,弱于香港的 0.342。美国作为对比变量,与中国香港和台湾的相关系数分别为 0.448 和 0.434,大于内地与港台之间的系数;而各地区间需求冲击相关性很弱,与台湾系数为 0.044,与香港甚至表现为非对称性。通过分析得出,各地区之间的冲击相关性总体上并不高,供给冲击相关性略高于需求冲击,这是因为内地与香港和台湾之间经济体制和结构存在较大差异。相比而言,总的供给冲击相关性稍大于需求冲击相关性,对于人民币作为区域一体化进程中的主导货币是有利的信号,因为供给方面的扰动和冲击具有更大的客观性和稳定性,对于货币一体化具有更大的意义。

3. 货币冲击相关性

货币冲击反映了宏观政策尤其是货币政策对一国经济指标的影响。结果显示,内地与香港地区存在负的货币冲击相关性,与台湾地区的相关性也非常弱,系数仅为 0.040,而美国与中国香港和台湾地区均显示出正的相关性,说明美国对港台之间的货币冲击更为对称。造成这种现象可能的原因是,虽然我国的对外开放程度日益加深,但是资本与金融账户还没有完全开放,对国内外资本的流动有较严厉的管制;另外,尽管我国对人民币汇率制度进行了改革,逐渐放宽了汇率的波动幅度,但人民币实际有效汇率的微弱变化仍不足以反映到物价指数的变化上。因此,加快资本开放及汇率市场化进程能够提高两岸货币冲击相关性,使区域内货币政策相一致的前提下对该地区经济指标产生相似的影响,从而加强货币管理当局对港币和台币联系人民币的意愿。

(三) 脉冲响应函数分析

脉冲响应函数可用于考察各经济结构冲击对有效汇率的影响。鉴于有效汇率在长期不受货币冲击的影响,本文考察外部冲击、需求和供给冲击对有效汇率的影响,设定滞后期为 10 期,通过 SVAR 模型进行脉冲响应分析得出图 1—图 3。图 1—图 3 中线条 Shock1、Shock2、Shock3 分别代表外部冲击、需求冲击和供给冲击。

就外部冲击对实际有效汇率的动态效应看,1 期的第一个标准差冲击对各地区货币有效汇率造成了不同幅度的变化,人民币出现负的反应,但是在第 2 期立即回归到正响应,然后逐渐趋于 0;港币和新台币一开始就呈现正响应,在第 3 期同时跳跃到负响应,之后响应路径也几乎一致,三种货币受到的冲击影响在第 4 期后都趋于 0。

就需求冲击而言,在第 1 期的冲击后,人民币、港币和新台币均出现不同幅度的显著的正响应;到第 2 期,港币和新台币均产生了大幅度的负跳跃,但在第 3 期都迅速恢复到正响应,之后在 0 上下小幅度的波动;人民币在经历前两期的正响应后,在第 3 期出现负的反应,之后波动逐渐减弱,三种货币受到的影响在第 5 期以后都减弱至 0。

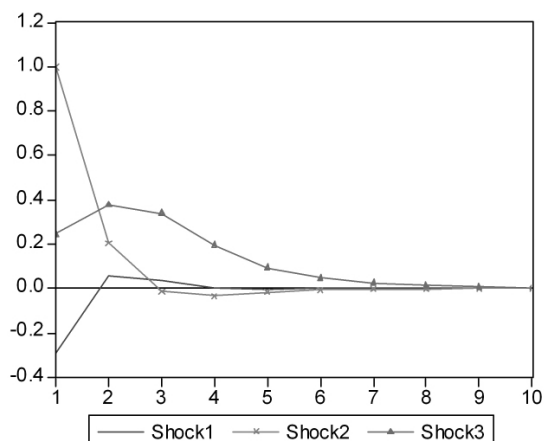


图1 人民币有效汇率的脉冲响应图

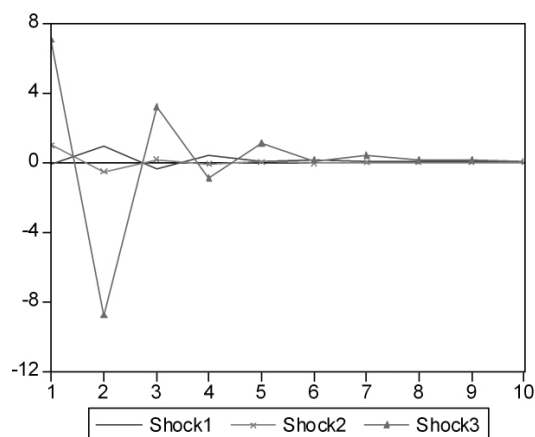


图2 港币有效汇率的脉冲响应图

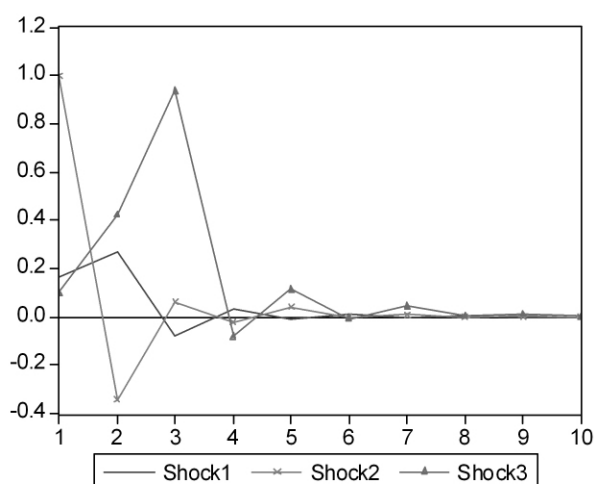


图3 新台币有效汇率的脉冲响应图

四、政策建议

以上实证结论表明内地与香港、台湾地区之间需求和货币冲击性并不对称,但外部和供给冲击呈现一定的对称,人民币、港币和新台币实际有效汇率对结构冲击也具有相似的响应路径,因此在当前“两岸四地”尚不构成最优货币区的情况下,内地与港澳台之间加强制度合作与安排,克服现实障碍,从以下方面积极推动人民币成为该区域主导货币。

第一,在 ECFA 和 CEPA 框架下深化“两岸四地”经贸与金融货币合作,实现人民币贸易结算职能。从实证结果不难发现,内地与香港和台湾在以外贸指标衡量的外部冲击上表现出高度的正相关性。过去几年“两岸四地”通过《海峡两岸经济合作架构协议》(ECFA)和《内地与香港关于建立更紧密经贸关系安排》(CEPA)的签署充分享受到区域经济协作、贸易自由化、投资便利化带来的利好,市场开放度增强,企业发展空间加大,彼此相互融合、渗透、合作,大大加快了“两岸四地”经贸融合进程。今后,港澳特区政府与内地应针对 ECFA 和 CEPA 实施过程中出现的问题与不足,在进一步降低服务贸易准入门槛,完善相关配套法律法规和政策,增加政策法规的透明度,减少审批程序与放宽限制条件等方面进行沟通,为双方经济的发展搭建一个稳固的平台。在此基础上,内地政府应继续积极倡导区域内贸易以人民币替代美元进行计价和结算,推动人民币成为内地与港澳台,乃至东亚地区贸易中的重要结算货币,实现人民币区域内贸易结算货币的职能。

第二,推进“两岸四地”形成汇率协调机制,加强人民币“货币锚”作用。脉冲响应分析显示人民币、港币和新台币实际有效汇率对各自经济结构冲击具有相似的响应路径,这表明这几种货币实现自由兑换,在资本交易时互相盯住是可行的。而目前新台币实行自由浮动的汇率制度,港币实行的是紧盯美元的联系汇率制度,人民币则采用有管理的浮动汇率制度,前两者对美元高度依赖,人民币、新台币、港币、澳币之间汇率受到国际外汇市场影响而自由浮动,不利于“两岸四地”发展对外贸易。而人民币目前币值稳定,“两岸四地”应积极商定汇率稳定协调机制。鉴于人民币币值的稳定与坚挺,港币、澳币与新台币可适当参考人民币汇率浮动,形成以人民币为主导,对内实行相对稳定的汇率,对外则实行联合浮动汇率的货币区,从而不受国际外汇市场汇率波动风险的影响,进一步促进“两岸四地”的贸易和金融一体化。

第三,构建区域金融风险预警和危机救助机制,建立多边货币互换安排。实证结果可知,“两岸四地”存在外部和供给的冲击对称性,实施统一协调的宏观政策调控风险是可能的。在亚洲金融危机中,中国政府所做出“人民币不贬值”的政策承诺,为港币在危机中的稳定提供了强有力的支持,带动了香港地区危机后的经济复苏,这表明区域内需要一个强大而稳定的货币来控制金融风险并抵御危机。同时“两岸四地”迫切需要建立有效的区域预警及紧急救助机制来应对新一轮的全球经济动荡,金融监管机构应加强合作,协助“两岸四地”发现潜在危机并采取应对措施;评估“两岸四地”

而供给冲击发生时,人民币、港币和新台币表现更为一致,在第1期均表现为有效汇率的正响应;到了第2期,港币出现了大的负跳跃,人民币和新台币则保持正的影响;港币在第3期迅速恢复到正响应,与另外两种货币一致;之后港币和新台币在第4期同时出现负响应,但是在第5期又恢复到正值,与人民币在第6期的时候同时达到稳定,最后消除冲击影响。可见人民币、港币和新台币的实际有效汇率对各潜在冲击的脉冲响应模式总体上非常相近,尤其是需求和供给冲击,其中港币和新台币相似性更高。因此这几种货币实现自由兑换,在资本交易时互相盯住是可行的,这对我们判断人民币是否能成为区域主导货币是一个积极的信号。

各经济体自身内部可能导致金融动荡的缺陷和隐患,改善“两岸四地”的经济政策决策和协调水平。当前“两岸四地”还可以建立以双边和多边的货币互换协议安排,增加短期流动性来支持该救助机制,一是区域内一揽子救援资金的共享可以增强市场信心,有助于共同防范和抵御金融危机在区域内蔓延,实现人民币在该区域内与其他货币联动性和关系的紧密;二是推动人民币成为港澳台地区的储备货币,有利于港澳及台湾地区外汇储备结构优化,缓解美元在区域内外汇储备中过大比重可能带来的重大金融风险。

第四,加快香港人民币离岸市场建设,加强两个“中心”合作。近年来香港人民币业务进入一个新阶段,人民币流通量增加,香港货币基础扩大,有望成为人民币通向亚洲各国的流通枢纽和离岸中心,在人民币国际化进程中发挥更大的作用。一方面内地要继续扩宽人民币的跨境流通渠道,例如允许个人和 QDII 以人民币形式到香港投资,从而有助于改变人民币存款规模相对不足的局面;另一方面要积极发展人民币资产市场,改善人民币投资环境,为境外人民币提供更多的投资渠道,逐步扩大人民币融资试验,使人民币成为国际融资工具,在该区域内具备投资货币的职能。在金融中心建设方面,香港和上海都有赖于相互补充和帮助,香港需要与内地经贸合作而增强其作为国际金融中心的经济实力,有利于其在亚太区域金融中心的竞争;上海则可借鉴香港的国际金融证券业监管和营运的专业经验,促进中国内地金融证券业的国际化发展。两者通过竞争与协调,互补长短,并加强金融监管合作和融通,进而有效地利用有限的经济金融资源。

参考文献:

- [1] 向松祚. 人民币国际化路线图[J]. 今日中国 2010 (8).
- [2] 朱孟楠. “中元”货币区的可行性研究与现实思考[J]. 亚太经济 2005 (4).
- [3] 曾庆宾 刘明勋. 中元论——中国“两岸四地”实行统一货币研究[M]. 广州: 中山大学出版社 2004.
- [4] 王自力. 两岸金融合作的六大束缚及其突破建议[EB/OL]. 搜狐博客 2009 - 01.
- [5] 沈国兵. 论“中元”共同货币区的构想与实现路径[J]. 财经研究 2003 (6).
- [6] 蒙代尔. 蒙代尔经济学文集(第五卷): 汇率与最优货币区[M]. 北京: 中国金融出版社 2003.
- [7] 朱孟楠. 金融危机视角下人民币区域化、国际化的路径[J]. 河北大学学报 2010 (5).
- [8] 丁剑平. 港币与人民币协整: 一个实证研究[J]. 世界经济文汇 2002 (2).
- [9] 黄晓东. “两岸四地”建立中元区的可行性研究——基于 OCA 指数的分析[J]. 国际贸易问题 2006 (4).
- [10] 黄燕君 赵生仙. 香港与澳门货币一体化问题初探[J]. 财贸经济 2001 (11).
- [11] 陈晔 朱孟楠. 中国货币一体化: 经济基础、实证研究与路径[J]. 金融发展研究 2010 (1).
- [12] 李晓 丁一兵. 经济冲击对称性与区域经济合作: 东亚与其他区域的比较研究[J]. 吉林大学社会科学学报 2006 (4).
- [13] Genberg H. ,Liu J. G. ,Jin X. R. Hong Kong ,Economic Integration and Business Cycle Synchronization with Mainland China and The U. S. [R]. HKIMR Working Paper ,Research Memorandum 11 2006.
- [14] 靳超 冷燕华. 内地和香港的最优货币区实证研究[J]. 首都经济贸易大学学报 2004 (6).
- [15] 丁雪峰 陈晔. 金融危机下香港联系汇率制度面临的困境与可持续性分析[J]. 东南亚纵横 2009 (6).
- [16] 万志宏. 从宏观经济对称性看东亚地区汇率合作的基础[J]. 南开经济研究 2003 (3).
- [17] 杨权. 两岸三地利率联系及其对货币统一的含义[J]. 对外经济贸易大学学报 2011 (2).
- [18] 杨圣明. 推进人民币成为地区主导货币[J]. 中国社会科学报 2010 (4).
- [19] 谢洪燕 罗宁. 人民币货币价值的稳定性分析[J]. 国际贸易问题 2009 (8).
- [20] 石建勋 全淑琴 钟建飞. 人民币成为区域货币的实证研究[J]. 财经问题研究 2011 (1).
- [21] 周念利. “两岸四地”构建中元区的可行性研究——基于最优货币区“内生性假设”的实证检验[J]. 亚太经济, 2007 (5).
- [22] 高铁梅. 计量经济分析方法与建模——Eviews 应用及实例[M]. 北京: 清华大学出版社 2006.
- [23] 苏治 赵然. 东亚货币合作: 人民币能够成为主导货币吗? ——基于 Finger - Kreinin 指数的新证据[J]. 哈尔滨工业大学学报(社会科学版) 2012 (2).

(责任编辑: 于振荣)